

Рублевые корпоративные облигации

3 декабря 2009 г.

Аналитический обзор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Результаты Группы Интегра за 3кв2009 года - новый купон интересен, но не для всех

Интегра адаптировалась к тяжелым рыночным условиям в 2009 году, и ее кредитное качество может улучшиться в 2010

Вчера Группа Интегра опубликовала пресс-релиз с основными финансовыми и операционными результатами за 3кв2009 г. Компания показала в 2009 году высокую способность к адаптации в тяжелых рыночных условиях и мы полагаем, что ее кредитное качество может улучшиться в 2010 году. Новую ставку купона (16.75%) после oferty по рублевому выпуску Интегра Финанс 2 мы считаем адекватной кредитному профилю компании. Однако мы не рекомендуем бумагу к покупке инвесторам, рассчитывающим на извлечение прибыли в краткосрочной перспективе ввиду потенциально низкой ликвидности выпуска на вторичном рынке.

Падение выручки по всем сегментам составило почти 50% в долларовом выражении

В связи с заморозкой значительной части инвестиционных программ в нефтяной отрасли в 2009 году, Интегра столкнулась с заметным снижением как спроса, так и рублевых цен на ее услуги практически во всех сегментах бизнеса. В долларовом выражении выручка компании сократилась на 47% за 9м2009 года по сравнению с аналогичным периодом 2008 года. Наибольшее снижение произошло в сегменте машиностроения (-62%), бурения и ремонта скважин (-47) и геофизических услуг (-43%), в то время как выручка от технологического сервиса сократилась менее значительно (-35%).

Финансовые результаты группы Интегра по МСФО, \$ млн

Год	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый дол	Доля краткосрочного долга	Долг/ЕБИТДА	Чистый Долг / ЕБИТДА
3кв2009	620	90	14.5%	323	0.6	2.7	1.7
2008	1 446	161	11.1%	397	1.0	2.5	2.1
3кв2008	1 167	193	16.5%	530	0.8	2.1	1.3
2007	1 177	211	17.9%	413	0.5	2.0	1.5

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сокращение издержек смягчило падение рентабельности по ЕБИТДА

В ответ на негативные рыночные тенденции компания предприняла ряд довольно эффективных, по нашему мнению, мер, которые позволили ей удержать рентабельность по ЕБИТДА на вполне приемлемом уровне. Компания провела значительное сокращение персонала, а также добилась заметного снижения цен на закупочные материалы, что в совокупности позволило удержать сокращение рентабельности по ЕБИТДА в пределах 200 б.п. до 14.5% по итогам 9м2009 года (9м2008: 16.5%), причем в третьем квартале 2009 года этот показатель составил 16% против 13.6% годом ранее.

Выручка в 2010 году вряд ли заметно увеличится по сравнению с текущим годом

На сегодняшний день компания находится в активной стадии подписания контрактов на 2010 год, и портфель заказов уже составляет US\$ 426 млн (60% законтрактовано). Несмотря на то, что этот объем заметно меньше портфеля заказов принятых к тому же времени годом ранее, менеджмент компании выражает определенный оптимизм, ожидая, что объем выручки может увеличиться по результатам следующего года (US\$ 830 млн в 2009 году). Мы отмечаем, что при текущей цене на нефть общий объем инвестиций в нефтедобычу в России в 2010 году, скорее всего, несколько снизится – поэтому мы не ожидаем заметного роста выручки Интегры в следующем году.

Несмотря на сокращение прибыли, у компании положительный свободный денежный поток

Несмотря на существенное снижение операционной прибыли по сравнению с 2008 годом, чистый денежный поток Интегры сократился гораздо в меньшей степени и составил US\$ 77 млн против US\$ 82 млн за три квартала 2008 года. Причиной этому послужило более эффективное управление оборотным капиталом, что позволило высвободить US\$ 47 млн наличности за 3кв2009 года. Также компания сократила объем капитальных затрат в 2009 году в 5 раз до US\$ 40 млн (2008: US\$ 200 млн), что вывело свободный денежный поток в положительную зону: US\$ 48 млн за 3кв2009 года против US\$ -44 млн годом ранее.

Сокращение валового долга и удлинение его дюрации – позитивный момент

К ключевым моментам мы относим сокращение валового объема долга и снижение доли краткосрочной задолженности в 2009 году. Благодаря привлечению в начале 2009 года синдицированного кредита от ЕБРР и ряда коммерческих банков в объеме US\$ 250 млн, Интегра рефинансировала около 2/3 валового долга и сократила долю краткосрочной задолженности до 60% на конец 3к2009 года по сравнению с 99% на начало года. За счет поступления US\$ 95 млн от SPO сентябре 2009 года и свободного денежного потока, за 9м2009 года валовый долг Интегры сократился на 19%. При этом компанией зарезервировано около US\$ 103 млн для прохождения оферты по рублевым облигациям второй серии.

Мы не ожидаем роста долговой нагрузки в 2010 году

Все средства, не израсходованные на исполнение обязательств по оферте, Интегра планирует направить на досрочное погашение кредита от ЕБРР, что позволило бы сократить объем валового долга до US\$ 200 млн на конец 2009 года. При прогнозе EBITDA на уровне US\$ 125 млн за 2009 (выручка US\$ 830 млн, маржа 15%) долговая нагрузка компании окажется на довольно умеренном уровне – 1.6x Долг/EBITDA. Инвестиционная программа Интегры в 2010 году составит порядка US\$ 60-70 млн, и, ориентируясь на размер EBITDA и свободный денежный поток компании в 2009 году, мы считаем, что ее долговая нагрузка не увеличится и в следующем. При этом доля краткосрочного долга по нашим оценкам снизится до 1/4 от совокупного.

Компания устраняет подверженность валютным рискам...

Позитивным моментом мы считаем стремление компании сократить зависимость бизнеса от валютных рисков, учитывая, что доходы компании представлены на 90% рублевыми поступлениями, а доля валютных кредитов все еще составляет 36% долга. Во 2п2009 года Интегра захеджировала 80% валютной заложенности через форвардные контракты. Довольно высокий уровень новой ставки купона по рублевым облигациям второй серии также отражает стремление компании сократить долю валютного долга, направив неиспользованные средства на погашение долларового синдиката.

..., но остается зависимой от отношений с ключевыми клиентами

Определенную обеспокоенность может вызывать снижающаяся диверсификация портфеля заказов Интегры по количеству клиентов – 50% заказов приходится на Роснефть, Газпром и ТНК-ВР. Мы вполне согласны с аргументами компании касательно лучшей платежеспособности крупных клиентов в кризисное время, однако обращаем внимание также и на тот факт, что такого рода зависимость чревата весьма негативными последствиями в случае, если отношения с основными клиентами начинают портиться – хорошим примером может послужить ситуация с сокращением портфеля заказов компании Стройтрансгаз в 2007г.

Кредитный профиль приемлем для инвесторов с соответствующим аппетитом к риску...

В целом мы считаем, что кредитный профиль Группы Интегра является вполне приемлемым для инвесторов с аппетитом к риску компаний второго эшелона. Сегодня состоится оферта по выпуску рублевых облигаций Интегра Финанс 2, и новая ставка купона составляет 16.75% (доходность 17.45% к погашению в ноябре 2011 года; дюрация 1.76 лет). По нашему мнению предлагаемая доходность вполне адекватно компенсирует как кредитный риск компании, так и отсутствие бумаги в ломбардном списке ЦБ.

..., но, вероятно, бумаги придется удерживать до погашения.

В то же время мы отмечаем, что с учетом небольшого размера выпуска (3 млрд руб), а также неопределенности касательно того, какая его часть останется в рынке, инвесторам вряд ли стоит рассчитывать на высокую ликвидность бумаг на вторичном рынке. Таким образом, позиция в бумаге Интегра Финанс 2 может быть интересна инвесторам готовым к тому, что бумагу придется удерживать до погашения.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.